

12008

## トルコ共和国

チーフアナリスト 内藤 寿彦  
アナリスト 遠藤 進一

長期格付

BBB-

見通し\*

ネガティブ

短期格付

—

(長期格付は、原則として外貨建長期発行体格付を表示)

## 1. 概要

トルコは、欧州とアジアをつなぐ地域に78万平方キロメートル（日本の約2倍）の国土を有し、約8,000万人の人口を擁する中東の大国である。18年時点の国内総生産（GDP）は7,734億米ドルで中東最大であり、一人当たりGDPは9,632米ドルとなっている。G20の一角を占める一方、EUと関税同盟を締結しており、経済的には欧州との結びつきが強い。

民族はトルコ系が約7割、クルド人が約2割を占める。中東地域にはクルド人が約2,000～3,000万人居住しているといわれるが、このうち約1,500万人がトルコ領内に居住している。また、国民の9割以上がイスラム教徒である。

## 2. 政治・社会基盤

1923年のトルコ共和国建国以来、政教分離を謳う世俗主義を原則としている。議会は一院制であり、02年以来、親イスラム政党である公正発展党（AKP）が政権を担っている。政権を主導するのはAKP党首のレジェップ・タイイップ・エルドアン氏で、03年から14年まで首相、14年からは大統領を務めている。トルコの政治・社会情勢は、近年著しく悪化した。足元では改善が見られつつある。

政治面では、エルドアン大統領の政権基盤の強化が進んだ。18年6月、大統領選および総選挙が実施された。当該選挙は当初19年11月に予定されていたが、野党側で新党結成などエルドアン大統領に対抗する動きが本格化したことなどを背景に、エルドアン大統領が当該選挙を18年6月へと大幅な前倒し

を行った。大統領選の結果は、現職のエルドアン氏が得票率52.6%を得て第1回目投票で当選した。17年4月の国民投票を経て改正された憲法の規定に基づき、エルドアン氏は最大で2期10年にわたり大統領を務めることが可能となる。また、同日実施された総選挙では与党AKPの獲得議席は295議席で、国民議会（一院制、任期5年、定数600）の単独過半数には僅かに届かなかったが、連立与党の民族主義者行動党（MHP）を合わせた与党連合の議席数は344議席と過半数を維持した。

国内治安情勢は回復に向かっている。トルコが15年にシリアやイラクにおいてIS（イラク・レバントのイスラム国、トルコ語ではDAESH）やテロ組織国際的にテロ組織として指定されているクルディスタン労働者党（PKK）傘下の民兵組織に対する軍事作戦を展開して以降、トルコ国内でISやPKKの勢力によるものとみられるテロが頻発した。しかし、エルドアン政権はこれらのテロ組織に対する大規模な掃討作戦を展開するとともに、16年のクーデタ未遂後に非常事態宣言を発してテロ組織に対する取締りを強化した。こうした取り組みもあり、国内では17年1月のISによるテロ事件以降、大規模なテロは発生していない。なお、非常事態宣言は18年7月に解除された。

対外関係面では、対米関係の悪化が18年8月にピークに達したが、その後は急速に改善している。トルコと米国は、①シリア内戦において、トルコがテロ組織と位置付けるクルド人民兵組織を米国が対IS・対アサド政権の武装勢力として支援してきた点や、②16年7月のクーデタ未遂を巡ってトルコが同事件の首謀者と断定している米国在住のギュレン師の身柄引き渡し問題、③トルコ政府がクーデタ計画

に關与したとして16年に拘束した米国人牧師問題などが重なり、關係が大きく悪化していた。このうち、米国トランプ政権は18年11月の米国中間選挙を前に③の解決をエルドアン政権に迫ったが、エルドアン政権が強硬に対抗したため、18年8月に入り米国がトルコから輸入する鉄鋼・アルミに対する関税を2倍に引き上げる措置を決定し、対立はピークに達した。

しかし、関税引き上げが打撃となってトルコリラが急落したことを背景に、トルコ側は米国に対する姿勢を軟化させ、18年10月には2年以上拘束していた米国人牧師を解放するに至り、③は解決した。さらに、同年10月にサウジアラビア人記者のカショギ氏がトルコ国内で殺害された事件を巡り、サウジアラビアが關与したとしてトルコが証拠を挙げて同国の責任を追及する事態が起こった。これ以後、米国が②のギュレン師の身柄引き渡しを検討すると一部メディアに報じられるなど、米国のトルコに対する姿勢は軟化した。その背景として、サウジアラビアが米国にとって重要な同盟国であり、トルコによるサウジアラビアへのこれ以上の追及を米国が嫌ったとの見方がある。なお、同氏の身柄引き渡しは現時点でまだ実現していない。

さらに①については、米国がクルド人民兵組織とともに掃討を進めていたISが17年10月のラッカ陥落以降退潮し、18年12月には米国トランプ大統領がISに勝利したと宣言してシリアからの米軍撤退を発表した。これにより米国によるクルド人民兵組織支援は停止されることとなった。以上の点から、米国とトルコの關係は18年秋以降、急速に改善して来ている。

### 3. 経済基盤

トルコは中東最大のGDP（7,734億米ドル、18年）を有するほか、一人当たりGDPは9,632米ドル（18年）に達しており、比較的発展した経済基盤を構築している。また、トルコの人口は約8,000万人に達し、中東地域ではエジプト、イランに次ぐ人口を有する。生産年齢人口の比率は60%台後半と主要新興国の中でも高水準にあり、国連人口統計によれば同比率は2040年頃まで60%台後半の水準を維持する見込みである。このためトルコ経済は今後もしばらく人口ボーナスを享受することが期待される。加えて、地理的優位性もあり、国内市場のみならず、関税同盟を締結するEUや周辺の中東諸国に対する輸出基地としても高い潜在力を有する。主な国内企業では、コチやサバンジュといった財閥のほか、トルコ

航空やトルコテレコムなどの元国営企業の存在感が大きい。海外からの直接投資も積極的に受け入れており、世界有数の自動車メーカーがトルコで生産を行っているほか、家電や鉄鋼、化学といった分野でも、欧州市場では一定の地位を占めている。さらに、観光資源が豊富なことから、観光産業も国内経済において重要な位置を占めている。

トルコの実質GDP成長率は、エルドアン政権による各種の景気刺激策を背景に17年通年は前年比+7.4%、18年上半期（1～6月）は同+6.2%と、いずれも潜在成長率（5%程度）を大幅に上回って推移した。こうした中、18年8月の米国トランプ政権によるトルコへの経済制裁の発表を機にリラが急落した。リラ急落後に国内金利が急騰したため、18年7～9月期の実質GDP成長率は前年比+1.6%と、前期（4～6月期）の同5.3%から伸びが大幅に低下し、直近10～12月は前年比▲3.0%とマイナスとなった。この結果、18年通年の実質GDP成長率は2.6%となった。景気先行指数（トルコ中央銀行）が18年10月からマイナスとなっていることを踏まえると、少なくとも19年前半にかけてはマイナス成長となる可能性が高い。

消費者物価指数（CPI）の上昇率は17年から進行したリラ安に伴う輸入物価上昇を背景に上昇ペースが加速し、18年8月のリラ急落を経て同年10月には前年比+25.2%に達した。しかし、リラが同年9月以降反転増価に転じたことや秋以降の世界的なエネルギー価格の下落などを背景にCPI上昇率は11月以降既に低下基調に転じており、直近19年1月は同+20.4%となっている。今後も為替レートの水準が概ね現状通りで推移した場合、CPI上昇率は19年も低下基調が続くとみられる。

政府は18年9月、今後の経済の見通しや財政の計画を取りまとめた新経済プログラム（New Economic Program：NEP）を発表した。本計画において政府は19年の成長率を2.3%、その後経済が回復し21年には5%の水準まで戻るとしている。JCRは、政府の見通しをやや楽観的と考えるものの、19年0%近傍に鈍化した後、21年にかけて4%程度の成長率へと緩やかに経済が回復していくとみている。

### 4. 対外ポジション

トルコの経常収支は03年以降赤字が続いており、17年は赤字幅がGDP比5.6%に拡大した。しかし、17年から進行したリラ下落の影響と18年に入ってから景気減速を背景に財輸入の伸びは鈍化し始め、18年8月以降はリラ急落と国内金利急騰に伴う

国内需要の縮小を受けて財輸入が足元で大幅に落ち込んでいる。このため、経常収支赤字は同年8月から11月にかけて単月ベースで黒字に転じており、18年通年の経常収支赤字はGDP比3.6%と前年から大幅に縮小した。19年にかけて成長率が大幅に鈍化するとのJCRの見通しの下、経常収支赤字は19年GDP比1%台へとさらに縮小するとみられ、対外バランスの改善が急速に進むとみている。

多額の経常収支赤字は、海外からの資本流入で埋められており、リーマンショック後には世界的な金融緩和を背景に、国内金融機関による対外借入が急増した。しかし、18年8月の米国による経済制裁発表を機に、国内債券からの非居住者の大規模な資本の引き上げに加え、国内銀行の対外借入（特に短期借入）の借換率（新規借入額／債務償還額）が100%を大きく下回り、国内居住者の預金も海外に流出した。これにより自国通貨リラは米ドルに対し8月単月で20%超も下落し最安値を更新した。これに対し、まずトルコ中央銀行が9月中旬に政策金利（1週間物レポレート）の625bpsもの大幅な利上げを断行した（17.75%→24.00%）。次いで9月下旬、政府がNEPを発表し、19年の成長見通しの引き下げとともに主要インフラ建設計画の中断などを発表したことで、政府・中央銀行の経済政策運営に対する市場の懸念がやや緩和した。さらに、リラ急落の直接の引き金となった対米関係は、上述の通り10月以降急速に改善してきている。これらの動きを背景に、リラは10月以降下落に歯止めがかかり、足元では落ち着きを取り戻しつつある。

他方、対外ファイナンスニーズは高止まりした状況にある。経常収支赤字額、対外債務元利払い額、および前年末の短期対外債務残高の合計でみた政府・民間部門全体の対外ファイナンスニーズは17年末で2,132億米ドルと、政府当局が管理する外貨準備高の2.0倍に達した。18年末は、経常収支赤字の縮小や新規対外借入需要の低下などにより前年比▲3.7%の2,054億米ドルと、水準自体は下がった。しかし、外貨準備高も前年末の1,077億米ドルから930億米ドルへと減少したことから、対外ファイナンスニーズの外貨準備高に対する倍率は2.2倍と、高止まりしたままとなっている。今後の対外ファイナンスニーズの動向には引き続き注意が必要である。

こうした中、国内銀行部門の対外借入の一部で新規借入額が債務返済を下回る状況が出てきている。国内銀行の対外債務の借換率は、直近18年9月時点で短期が86%、長期が90%と、それぞれ100%を切り低下している。18年に入ってからの実体経済

の悪化や対米関係の悪化など、これら一連の動きを背景に国内銀行部門の国際金融市場での調達コストが大幅に上昇したことや、国内景気の減速により国内銀行の外貨建て貸出需要が低下したことなどが影響したとみられる。なお、中央銀行データによると、国内銀行部門の対外シンジケートローンに限って見た借換率はリラ急落後も100%以上が維持されている。

多額のファイナンスニーズに対する借換率が100%を下回る部分は自己資金での対応が必要となるが、銀行部門の足元の外貨流動性は当面の対外債務返済をカバーする水準にはある。中央銀行による各種の外貨流動性供給措置により、銀行部門の外貨流動性比率（外貨建て流動資産／外貨建て流動負債）は直近18年9月時点で約120%の水準まで上昇してきているほか、外貨建て流動性カバレッジ比率（LCR）も約180%の水準に維持されており、中央銀行による規制下限の80%を大きく上回っている。このため、当面の対外ファイナンスニーズの返済は手元流動性資金により対応可能とみられる。また、中央銀行のマクロプルーデンス規制の下、銀行部門の外貨ポジションは、為替ヘッジの積極的な活用等により全期間にわたりほぼ均衡している。非金融企業部門についても、短期の外貨ポジションはヘッジ活用によりほぼ均衡している。このためリラ急落による為替差損は限定的とみられる。

しかし、今般の対米関係悪化のような突発的な外的要因によりトルコの銀行、企業部門の国際金融市場へのアクセスが困難となった場合、借換率が大幅に低下し、手元資金だけでは対応できずに民間部門で対外債務の返済が滞る可能性が出てくる。仮に民間部門の対外債務でのデフォルトが増加する場合、それだけで直接的に政府の信用力の悪化につながるわけではない。しかし、民間部門の対外債務のデフォルトの増加は、①国内外貨需給を逼迫させ、政府当局が管理する外貨準備高が市場への外貨供給を通じて減少する、②国内金利が上昇し、政府の借入コストが上昇する、という大きく2つの経路で政府の信用力に影響が及ぶと考えられる。このうち①については、経常収支赤字の縮小と新規対外借入需要の低下などが外貨需給の緩和要因として作用するとみられる。また、②については、18年の中央政府の利払費は前年比+26.0%となったものの、利払費が歳入に占める比率は9.7%と、JCRが格付しているBBBレンジのフィリピン（17年同比率12.6%）、インド（27.6%）、インドネシア（13.8%）、ブラジル（19.3%）と比べて利払費上昇を吸収する歳入の余地がある。このため、民間部門の対外債務デフォル

トの増加が直ちに政府の信用力の著しい悪化をもたらす可能性は当面は高くないとみられる。

## 5. 金融システム

トルコの金融システムは、00～01年の金融危機以降、銀行監督当局により強化されてきたマクロプラウデンス政策を背景に銀行部門の健全性は高く、ショックに対するバッファは厚い。今般のリラ急落と国内金利上昇の影響を受けてはいるものの、銀行当局による各種の影響緩和措置により、当該影響は幾分緩和されるとみられる。

不良債権額は、国内景気減速を背景に18年6月以降に増加ペースが加速し始め、同年8月のリラ急落と国内金利急騰により同ペースが一段と加速した。不良債権比率は近年3%近傍で推移していたが、直近18年12月には4.0%まで急上昇した。今後国内景気のさらなる減速が見込まれる中、不良債権比率は今後も上昇するとみられる。不良債権引当率は17年末には約80%あったが、直近18年9月末時点では不良債権の増加により約70%程度に低下している。今後はこうした不良債権への引当コストの増加が銀行収益の下押し要因となる。

これに対し、銀行規制監督庁（BRSA）は8月のリラ急落直後、一般企業の債務再編について個別債務再編を容易にする新規制を導入した。翌9月には、本規制に基づきトルコ銀行協会とBRSAが共同で「債務再編枠組み合意」を策定し、一定の条件を満たした企業に対し2年以内に債務再編を行うことを認めた。債務再編の実施は全債権者の3分の2以上の同意があれば可能と規定されている。これにより今後集团的債務再編が進むことが見込まれ、不良債権比率の悪化は幾分抑制されるとみられる。

一方、自己資本比率は直近18年12月末で17.3%と、前年同月末の16.9%と比べて小幅上昇した。リラ急落と国内金利上昇があったにもかかわらず、自己資本比率の変動が小幅で収まっている背景には、BRSAが18年8月に自己資本比率の算定に際して導入した時限的措置が大きく影響している。同措置は、①分子の自己資本に関して売買目的有価証券の評価差額のその他包括利益への計上停止、②分母のリスクアセットの計算時に用いる為替レートの固定化からなる。このため、同措置が有効である間は、自己資本比率が為替変動の影響を受ける可能性は低い。

## 6. 財政基盤

財政面では、リラ急落と国内金利急騰に伴う経

済の調整の進行を背景に、直接税収入が伸び悩んだ一方、人件費や利払い費などが大幅に増加したため、18年の中央政府財政赤字（budget cash balance）はGDP比2.4%と、前年（同1.7%）から大きく拡大した。他方、トルコの一般政府債務残高のうち37.5%（17年12月末）が対外債務となっているが、リラ急落の影響で対外債務のリラ建て評価額が膨張したことを主因に、一般政府債務残高は17年12月末のGDP比28.3%から直近18年9月末は32.6%に上昇した。

政府は、今後の経済の見通しや財政の計画を取り纏めたMedium Term Program（MTP）と呼ばれる中期財政計画を毎年秋に発表している。政府は18年6月の大統領選後初めてとなる18年の中期計画の発表に際して、計画の名称をNew Economic Program（NEP）と改めた。同計画では、実質GDP成長率が上述の通り19年に2.3%と緩やかに減速するとの見通しの下、利払い費負担の増加を見込むものの、歳入改革や主要インフラプロジェクトの中止などによる歳出抑制により、中央政府の基礎的財政収支の黒字を拡大させるとともに、財政赤字をGDP比1%台後半に抑制するとの計画が示された。また、一般政府債務残高は19年以降にGDP比20%台後半へと緩やかに低下させていく計画となっている。

JCRは、NEPに示された政府の財政計画はやや楽観的であると考えている。特に政府の掲げる歳出の大幅な抑制の実現は難しく、中央政府財政赤字は向こう3年でGDP比3～4%へと拡大するとみている。ただ、これにより一般政府債務残高はGDP比で上昇するものの、中期的に30%台半ばへの上昇にとどまるとJCRは試算している。これは、JCRが格付しているBBBレンジの国々と比べても低位に抑制された水準にあり、政府は今般のリラ急落を経ても引き続き一定の財政余力を有していると評価できる。

## 7. 総合判断・格付の見通し

18年8月10日、米国人牧師の拘束問題を巡る米トルコ間の緊張の高まりから自国通貨リラが急落した。このためJCRは8月14日に同国の発行体格付および債券格付をクレジット・モニター（見直し方向：ネガティブ）に指定し、自国通貨リラ急落の経済・財政への影響を精査してきた。モニター指定後、政策金利引き上げや対米関係の改善により、リラは幾分戻ってきている。景気は足元減速しているが、輸入減少を主因に経常収支が単月で黒字化するなど対外バランスは改善がみられる。また、政府債務残高は、リラ急落や利払負担増などの影響を受け

るものの、18年9月末はGDP対比で32.6%の低位に留まった。一方、対外ファイナンスニーズが高止まりする中で外貨準備高は足元減少しており、先行きの政府の政策や対外環境を巡る不透明感が残る中、リファイナンスに下方圧力が掛かっている。以上を踏まえ、2018年11月27日、クレジット・モニターを解除し格付を据え置くとともに、見通しをネガティブとした。銀行部門を中心に多額の短期対外債務のロールオーバーが必要であることから引き続き市場の影響を受けやすい状況にあり、今後の動向を注視していく。

JCR

## 12008 トルコ共和国

## ●主要財務指標

	単位	2014	2015	2016	2017	2018
実質GDP成長率	%	5.2	6.1	3.2	7.4	2.6
消費者物価(CPI)上昇率(期中平均)	%	8.9	7.7	7.8	11.1	16.3
中央政府財政収支/GDP	%	-1.0	-0.8	-1.4	-1.7	-2.4
中央政府基礎的財政収支/GDP	%	1.3	1.3	0.8	0.3	0.0
一般政府債務残高/GDP	%	28.8	27.6	28.3	28.3	32.6
経常収支/GDP	%	-4.7	-3.7	-3.8	-5.6	-3.6
貿易収支/GDP	%	-6.8	-5.6	-4.7	-6.9	-5.4
金融収支/GDP	%	-4.6	-1.3	-2.6	-4.5	0.5
外貨準備高	十億ドル	127.3	110.5	106.1	107.7	93.0
同(輸入カバー率)	月	5.9	6.0	6.0	5.2	4.7
対米ドル為替相場(期中平均)	TRY/USD	2.2	2.7	3.0	3.6	4.8
対外債務残高/GDP	%	43.4	46.7	47.5	53.4	62.0
短期対外債務残高/外貨準備高	倍	1.1	1.0	1.0	1.1	2.1
対外ファイナンスニーズ/外貨準備高	倍	1.7	1.8	1.9	2.0	2.2

(注) 1 一般政府債務残高/GDP、対外債務残高/GDP、および外貨準備高/短期対外債務残高は18年9月末実績

2 財政収支はcash balanceベース

3 対外ファイナンスニーズ=経常収支赤字+対外債務元利払+前年末短期債務残高

(出所) 財務庁、トルコ中央銀行、統計局、CEIC

## ●格付明細

(単位：百万円、%)

対象	格付	見通し*	発行額	利率	発行日	償還期限	公表日
E号1号円貨債券(2017)	BBB-	-	37,000	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2018.11.27
E号2号円貨債券(2017)	BBB-	-	2,000	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2018.11.27
E号3号円貨債券(2017)	BBB-	-	1,000	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2018.11.27
E号4号円貨債券(2017)	BBB-	-	700	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2018.11.27
E号5号円貨債券(2017)	BBB-	-	3,000	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2018.11.27
E号6号円貨債券(2017)	BBB-	-	2,400	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2018.11.27
E号7号円貨債券(2017)	BBB-	-	3,600	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2018.11.27
E号8号円貨債券(2017)	BBB-	-	3,000	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2018.11.27
E号9号円貨債券(2017)	BBB-	-	3,600	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2018.11.27
E号10号円貨債券(2017)	BBB-	-	3,700	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2018.11.27
外貨建長期発行体格付	BBB-	ネガティブ	-	-	-	-	2018.11.27
自国通貨建長期発行体格付	BBB-	ネガティブ	-	-	-	-	2018.11.27

## ●長期格付推移 (外貨建長期発行体格付またはそれに準ずる格付)

日付	格付	見通し*	発行体名
1994.01.18	BBB	-	トルコ共和国
1994.03.23	#BBB	-	トルコ共和国
1994.08.15	BB+	-	トルコ共和国
1996.05.14	#BB+	-	トルコ共和国
1996.11.19	BB	-	トルコ共和国
1999.08.23	#BB	-	トルコ共和国
2000.02.02	BB+	-	トルコ共和国
2001.02.23	#BB+	-	トルコ共和国
2001.03.13	BB	-	トルコ共和国
2001.04.20	#BB-	-	トルコ共和国
2001.07.18	B+	-	トルコ共和国
2003.04.11	#B+	-	トルコ共和国
2003.09.02	B+	-	トルコ共和国
2005.03.10	BB-	-	トルコ共和国
2007.12.28	BB-	安定的	トルコ共和国
2010.02.01	BB	安定的	トルコ共和国
2013.05.23	BBB-	安定的	トルコ共和国
2018.08.14	#BBB-	ネガティブ	トルコ共和国
2018.11.27	BBB-	ネガティブ	トルコ共和国

\*「見通し」は、外貨建長期発行体格付の見通し。クレジット・モニターの場合は、見直し方向を表示。

本ウェブサイトに記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であることを問わず、一切責任を負いません。また、JCRの格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。